KAPDEPO
INVESTMENT COMPANY

ОБЗОР РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

Государственные облигации Узбекистана

Обзор первой половины

ТЕЛЕФОН
(+998 71) 286-20-31

АДРЕС
г. Ташкент, ул. Аккурганская, 25

ВЕБ-САЙТ
www.kapdepo.com

ПОЧТА
info@kapdepo.com

Проведенные аукционы | Облигации Министерства финансов и Центрального банка

103

▲ 18.4% vs 06M25 (87)

Размещения облигаций Министерством финансов

UZS 18.3 трлн

▼ 15.1% vs 06M25

Спрос на облигации Министерства финансов

UZS 82.2 трлн

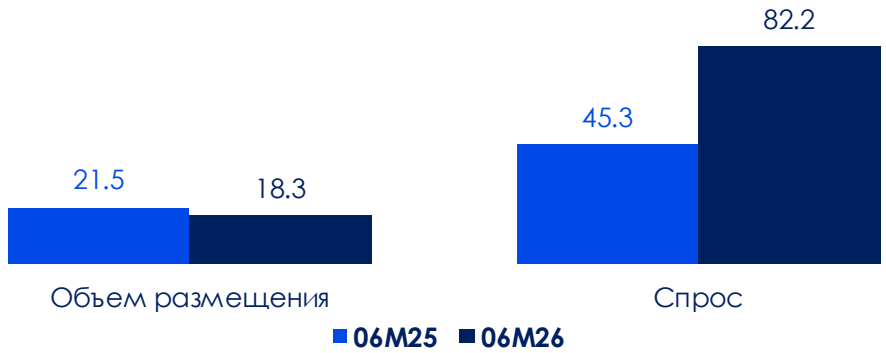
▲ 81.5% vs 06M25

Соотношение предложения и спроса

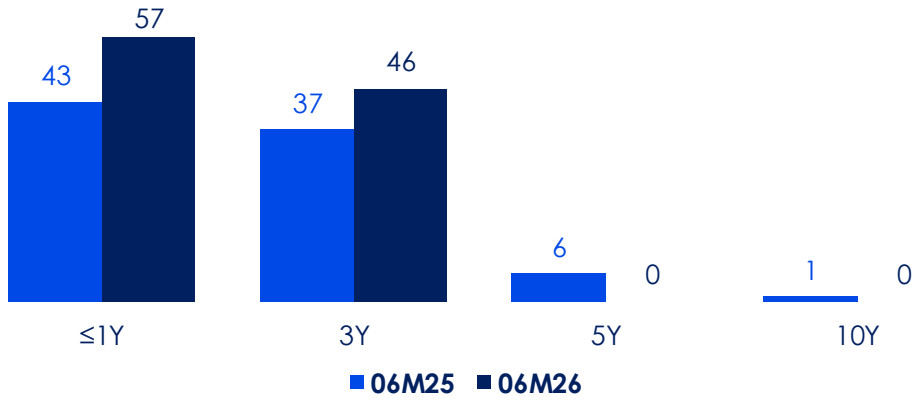
22.2%

47.5% vs 06M25

Размещения и спрос | трлн UZS

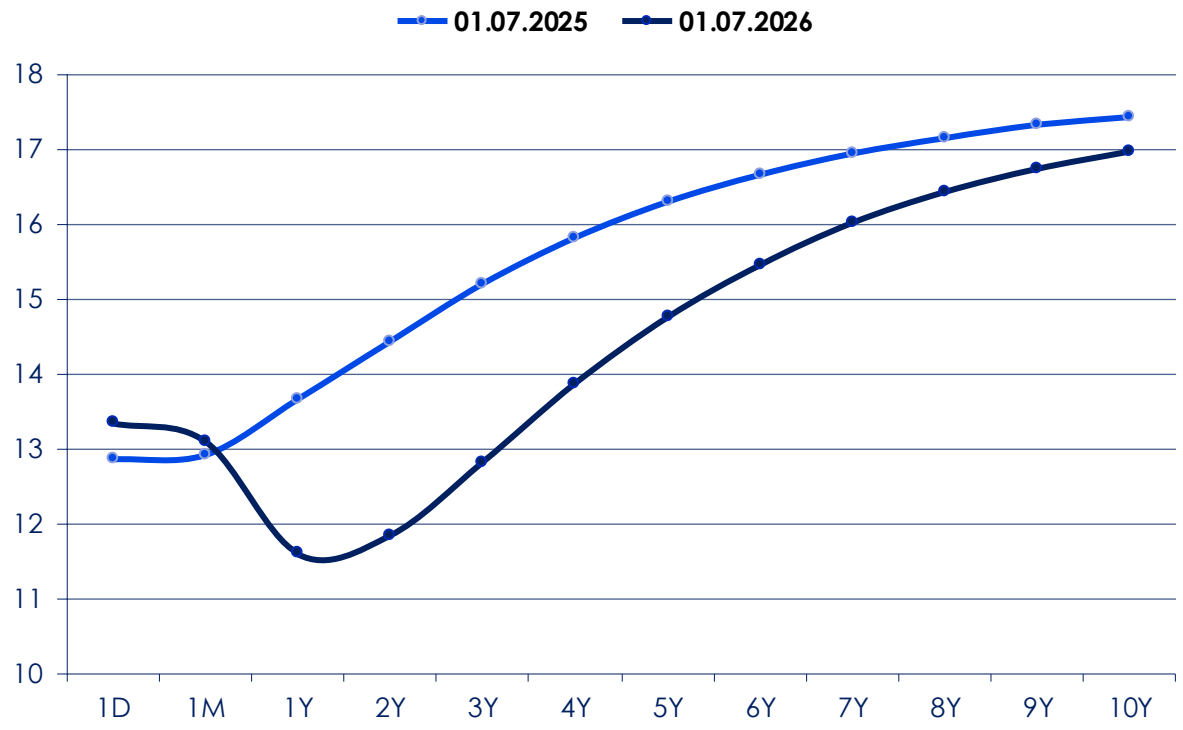


Количество аукционов на срок погашения



- Наблюдается рост активности на аукционах государственных ценных бумаг. За первые шесть месяцев 2026 года УзРВБ организовала 103 размещения (в I полугодии 2025 года — 87). В частности, 76 аукционов было проведено в интересах Минфина, а 27 — по инициативе ЦБ.
- Размещение ценных бумаг ограничилось исключительно среднесрочными инструментами на 3 года. В структуре объемов 55,3% составили бескупонные бумаги, а 44,7% — купонные облигации. При этом все купонные облигации выпускались ровно на три года, тогда как более длинные бумаги (на 5 и 10 лет) на торги не выводились. Для сравнения, за тот же период прошлым летом состоялось 7 аукционов по пятилетним облигациям.
- Отмечен существенный перекос спроса над предложением. Объем размещений Минфина снизился на 15,1% (до 18,3 трлн сумов) на фоне резкого роста спроса — сумма заявок подскочила на 81,5%, достигнув 82,2 трлн сумов. В результате коэффициент удовлетворения спроса составил лишь 1,0 сум на каждые 4,5 сума в заявках.
- Расширилась линейка новых инструментов: Минфин вывел на рынок 6 выпусков трехлетних купонных облигаций (с доходностью 13%, 14% и 15%) и 6 выпусков годовых бескупонных бумаг. Наряду с этим Центральный банк провел 27 размещений ультракоротких облигаций со сроком обращения от 3 до 7 дней. Активность участников в аукционах Минфина выросла — среднее число дилеров на размещение увеличилось с 4,6 до 5,1.

09M26 | Private and Confidential | For limited circulation only.



- Доходность ценных бумаг продемонстрировала массовый спад. За период с июля 2025-го по июль 2026 года снижение затронуло все сроки погашения — от 1 года и далее. Среднее уменьшение ставок по 12 ключевым срокам обращения достигло 115 базисных пунктов.
- Самый сильный спад ставок пришелся на наиболее ходовые бумаги Минфина со сроком обращения от 1 года до 4 лет. Сильнее всего просела доходность двухлетних облигаций (−260 б.п.), за ними следуют трехлетние (−238 б.п.) и годовые (−207 б.п.). При этом разрыв между доходностью долгосрочных (10 лет) и краткосрочных (1 год) бумаг заметно вырос: спред расширился на 160 б.п., достигнув 537 б.п. против 377 б.п. ранее.
- На коротком отрезке кривой доходности наблюдалась стабилизация. В условиях неизменной ключевой ставки ЦБ (14%) процентные ставки по операциям «овернайт» и месячным инструментам показали умеренный рост, в результате чего они опередили доходность годовых ценных бумаг.
- Что стало причиной: Росту способствовал сильный спрос на государственные ценные бумаги, заметное падение инфляции (с 8,7% до 6,4%) и повышение суверенных рейтингов — S&P до уровня «BB», а Moody's до «Ba2».

Тенор	01.07.25	01.07.26	Изменение
1Y	13.67%	11.60%	207 bp
2Y	14.44%	11.84%	260 bp
3Y	15.19%	12.81%	238 bp
5Y	16.30%	14.76%	154 bp
10Y	17.44%	16.97%	47 bp

Размещение

UZS 12.9 трлн

▼ 15.4% vs 06M25

Спрос

UZS 56.7 трлн

▲ 105.0% vs 06M25

Соотношение предложения и спроса

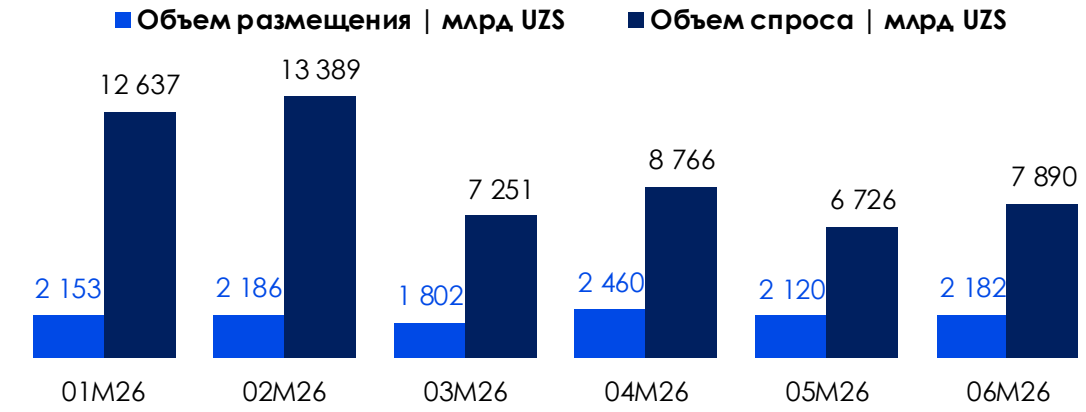
22.2%

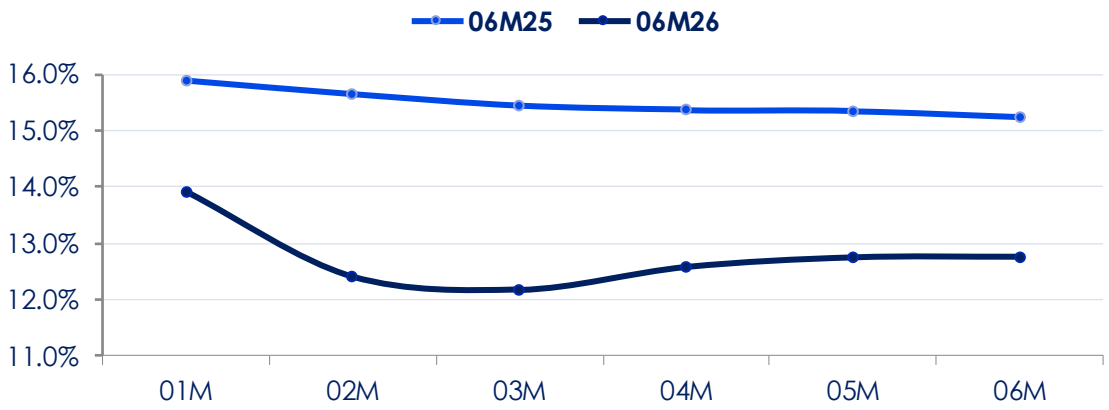
55.2% vs 06M25

Средняя доходность | 3 года

12.72%

15.51% vs 06M25





- Фокус сместился на трехлетний горизонт. В июне 2026 года (06M26) Министерство финансов ограничилось выпусками исключительно трехлетних облигаций, последовательно снижая купон: с 15% (выпуск 01M26) до 14% (02M26–05M26) и далее до 13% (06M26). Для сравнения, в аналогичный период прошлого года (06M25) структура размещений была более диверсифицированной и включала 5-летние (16%) и 10-летние (17%) бумаги.
- Объемы привлечения показала сдержанную динамику: по итогам 46 аукционов было размещено облигаций на общую сумму 12,9 трлн сумов (около 1,08 млрд долларов США). Совокупный объем эмиссии составил 12,4 млн бумаг номинальной стоимостью 1 млн сумов каждая.
- Отмечен кратный рост инвесторского интереса: совокупный объем спроса увеличился более чем в два раза, достигнув 56,7 трлн сумов (около 4,72 млрд долларов США). Максимальная активность участников зафиксирована в январе–феврале 2026 года, когда ежемесячные объемы заявок находились на уровне 12,6–13,4 трлн сумов.

  Динамика доходности продемонстрировала коррекцию: стартовав с 13,90% в январе 2026 года, ставка снизилась до локального минимума в 12,18% в марте, после чего закрепилась в районе 12,75%. На этом фоне зафиксирован рост институциональной активности — среднее количество дилеров, принимающих участие в аукционах, увеличилось с 4,2 до 5,0.

09M26 | Private and Confidential | For limited circulation only.

Размещение

UZS 5.3 трлн

▼ 14.5% vs 06M25

Спрос

UZS 25.5 трлн

▲ 44.7% vs 06M25

Соотношение предложения и спроса

21.0%

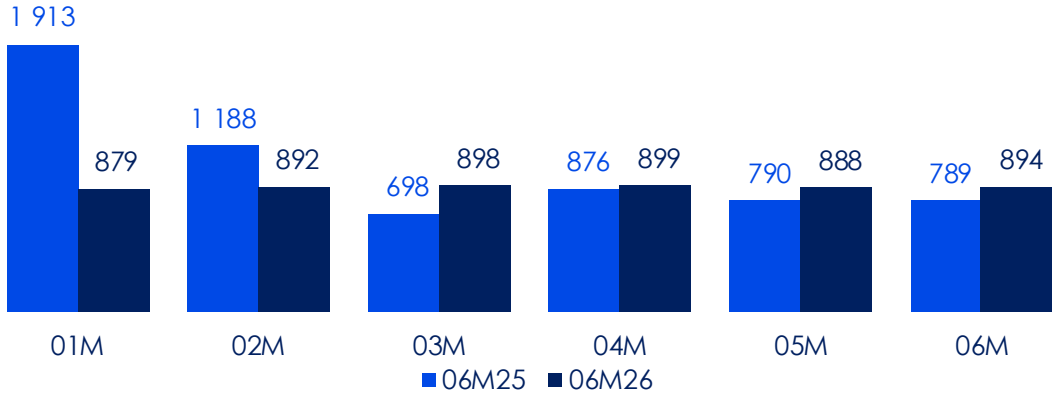
35.5% vs 06M25

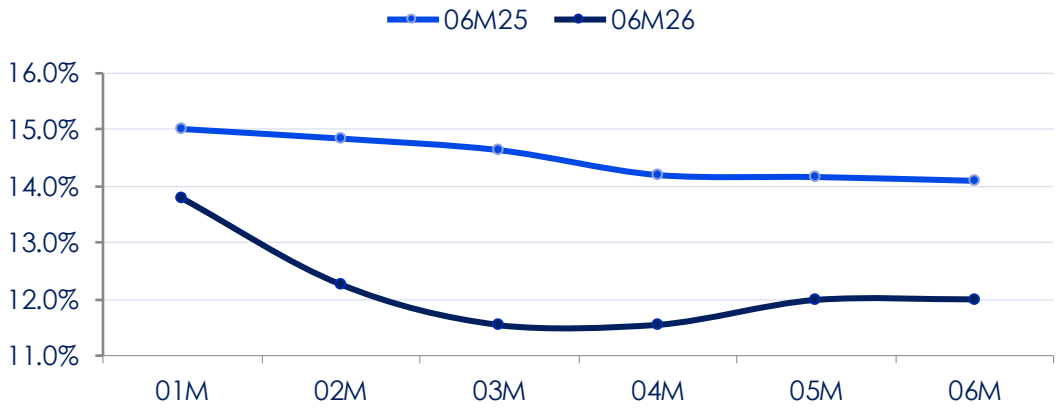
Средняя доходность | 3 года

11.99%

14.57% vs 06M25

Размещения дисконтный облигации | трлн UZS





- Совокупный объем эмиссии за полугодие зафиксирован на уровне 5,35 трлн сумов, что отражает спад на 14,5% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.
- Объем спроса показал рост на 44,7%, достигнув 25,5 трлн сумов, однако в течение первого полугодия наблюдалось постепенное снижение активности инвесторов. Данное ослабление обусловлено перераспределением капитала в пользу купонных облигаций.
- Средняя доходность упала на 258 базисных пунктов и зафиксировалась на отметке 11,99%. Данная динамика продиктована аналогичным снижением ставок по купонным облигациям, а также формируется под влиянием замедления инфляционных процессов.
- Уровень покрытия предложения спросом зафиксирован на отметке 21,0% (против 35,5% для выпуска 06M25). При этом средняя переподписка составила 4,8 к 1: на каждый фактически размещенный сум припадало порядка 4,8 сума в заявках инвесторов.

09M26 | Private and Confidential | For limited circulation only.

Размещение

UZS 1 500.3 трлн

21.3 трлн UZS vs 06M25

Доходность (ключевая ставка)

14.0%

14.50% vs 06M25

Соотношение предложения и спроса

96.9%

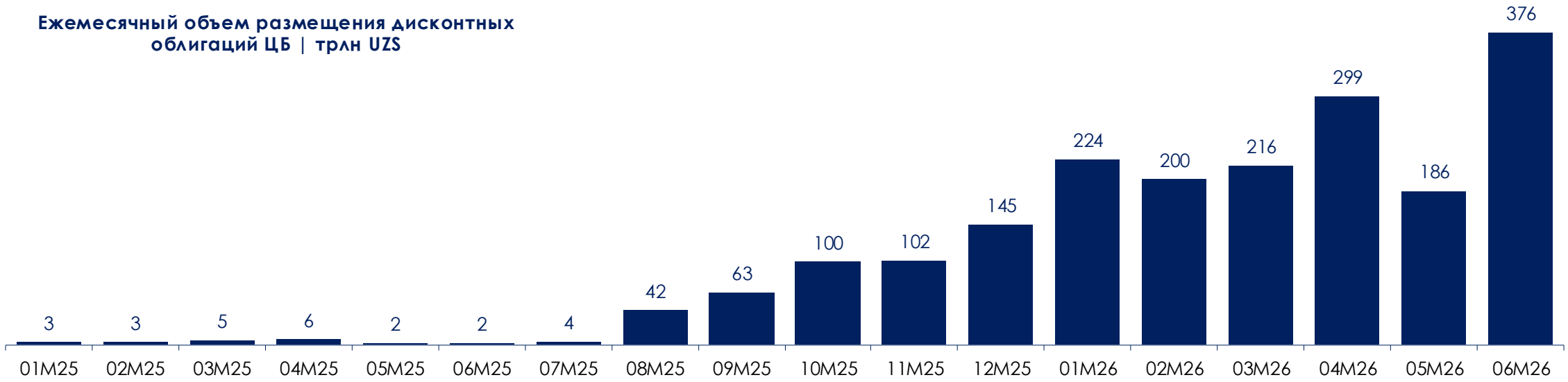
33.1% vs 06M25

Число дилеров в аукционных сессиях

26.4

▲ from 11.2 in 06M25

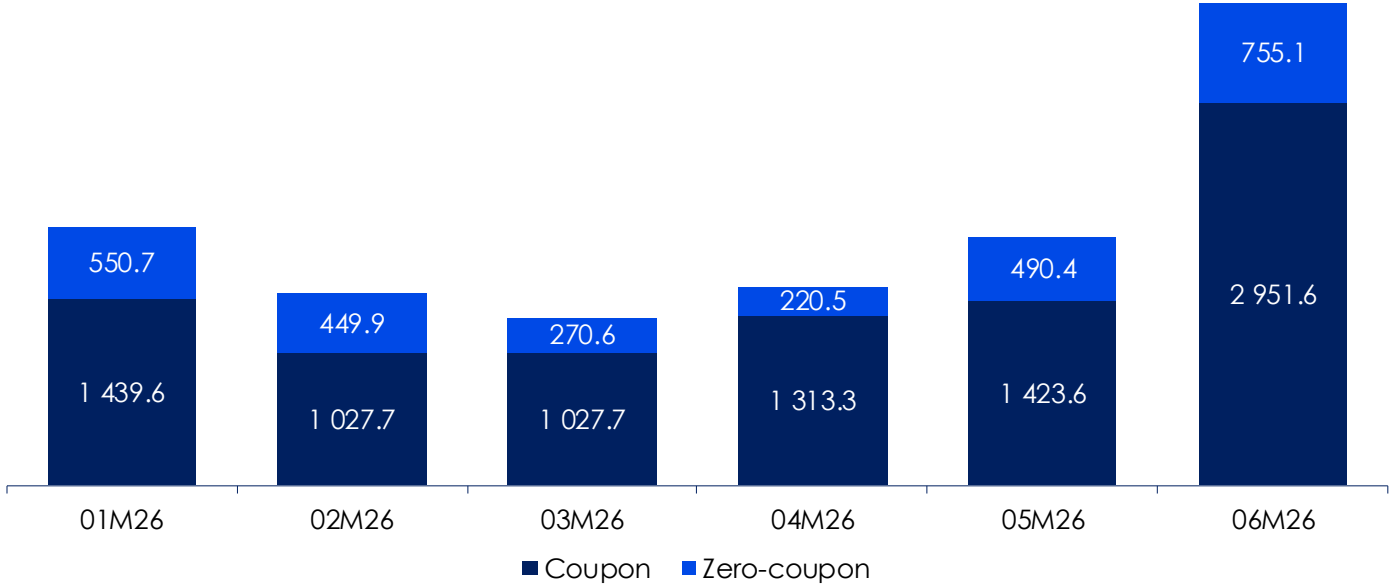
Ежемесячный объем размещения дисконтных облигаций ЦБ | трлн UZS



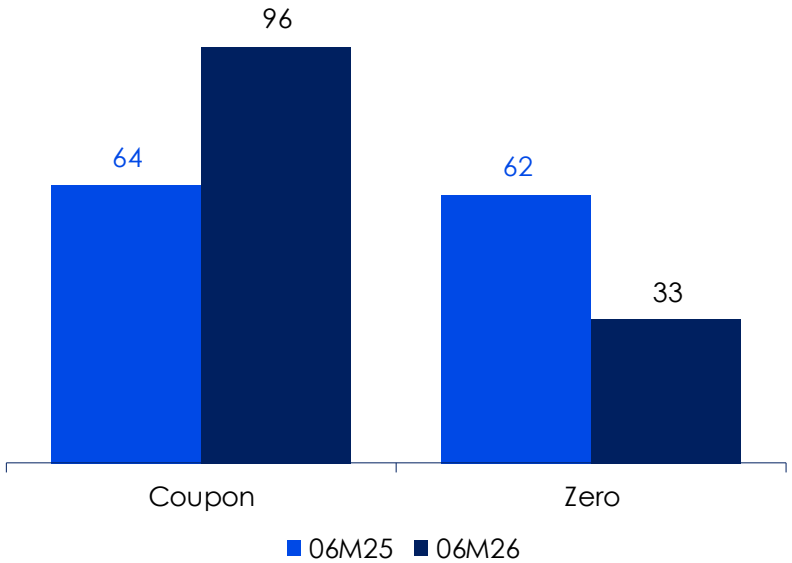
- Наблюдался многократный рост объемов эмиссии: за первые шесть месяцев 2026 года Центральный банк разместил инструменты на сумму 1 500,3 трлн сумов (около 125 млрд долларов США) в рамках 27 аукционов. Для сравнения, за аналогичный период прошлого года объем размещения составил 21,3 трлн сумов по итогам 22 сессий.
- Коррекция показателей обусловлена сменой инструмента, а не ростом потребности в финансировании. С 25 августа Центральный банк перешел на еженедельный выпуск 7-дневных векселей по ключевой ставке 14%, отказавшись от бумаг со сроком обращения 1–4 месяца. Из-за еженедельного переоформления этих коротких инструментов расчет общего объема за полугодие приводит к многократному учету одних и тех же сумм.
- Более репрезентативным индикатором выступает еженедельный объем размещений. Данный показатель продемонстрировал позитивную динамику, увеличившись с порядка 45 трлн сумов в январе 2026 года до 70–80 трлн сумов к июню 2026 года.

09M26 | Private and Confidential | For limited circulation only.

Ежемесячный оборот по типам облигаций | млрд UZS

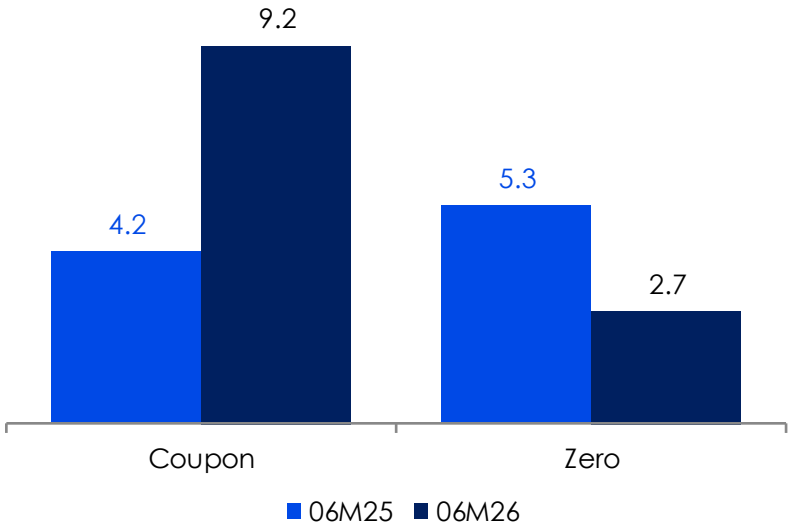


Количество сделок

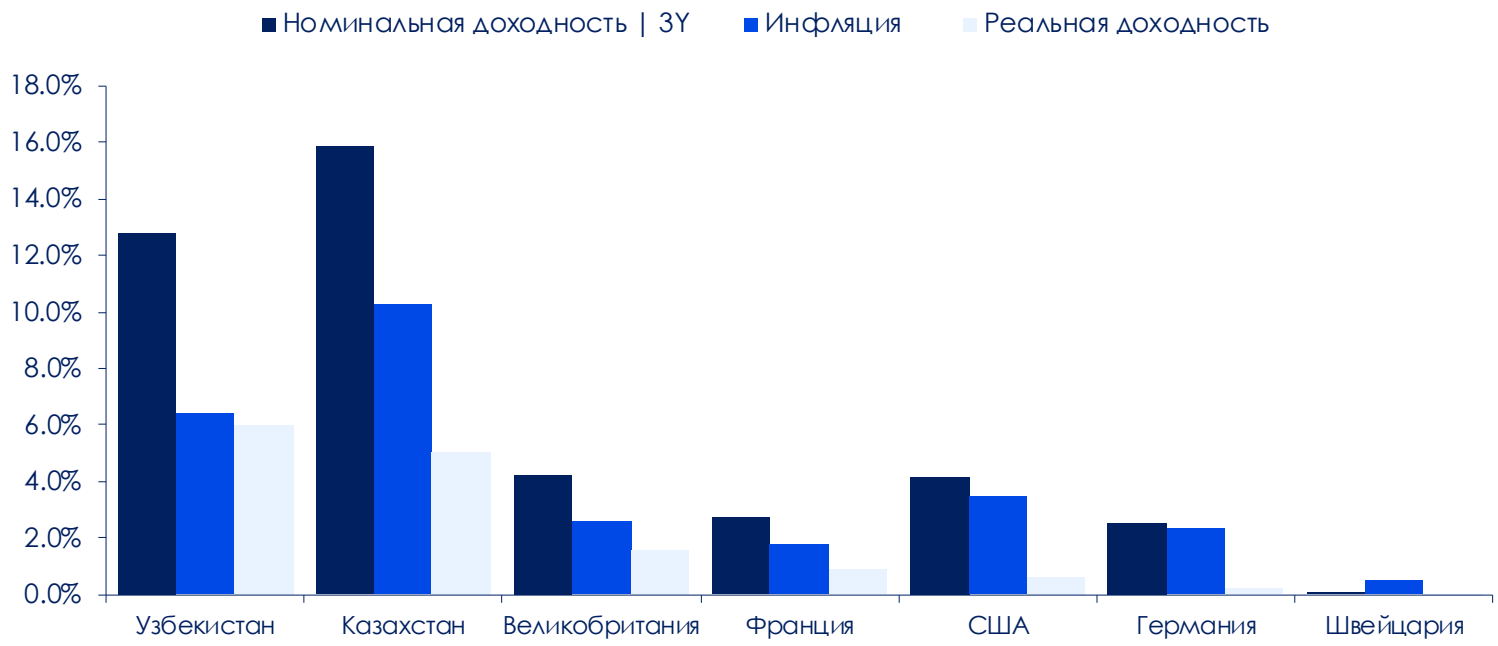


- Отмечена переориентация торговой активности в пользу купонных облигаций. Число заключенных сделок по данным инструментам выросло на 50,0%, составив 96 транзакций против 64 в июне 2025 года. Напротив, в сегменте бескупонных облигаций зафиксировано падение активности на 46,8% — до 33 сделок. Операции с краткосрочными векселями Центрального банка в июне 2026 года отсутствовали.
- Общий торговый оборот увеличился на 25,4%, достигнув 11,9 трлн сумов. Ключевым драйвером роста стал сегмент купонных облигаций, где объем торгов вырос более чем в два раза (+118,8%) и составил 9,18 трлн сумов, при этом подавляющая часть ликвидности была сконцентрирована в трехлетних бумагах. В то же время оборот по бескупонным облигациям продемонстрировал падение на 48,5% — до 2,74 трлн сумов.
- Доля купонных облигаций в структуре общего торгового оборота существенно увеличилась, составив 77,0% против 44,2% в июне 2025 года. Пик рыночной активности зафиксирован в июне 2026 года, когда объем 36 заключенных сделок достиг 3,71 трлн сумов.

Общий оборот | трлн UZS



09M26 | Private and Confidential | For limited circulation only.



- Узбекские суммовые гособлигации демонстрируют наибольшую реальную доходность в регионе. При номинальной ставке доходность трехлетних бумаг Узбекистана с учетом инфляционного фактора составляет 6,41%. Для сравнения, по гособлигациям Казахстана, несмотря на более высокий номинальный уровень, реальная доходность ограничена 5,55% из-за высокого уровня инфляции (10,3%).
- Отмечается сохранение стабильной доходности на фоне позитивной динамики кредитного профиля. Реальная ставка осталась практически неизменной относительно показателей прошлого года, составив порядка 6,5%: снижение номинальной доходности было полностью компенсировано замедлением инфляционных процессов (с 8,7% до 6,4%). Рост суверенной надежности подтвержден международными рейтинговыми агентствами: Moody's повысило рейтинг страны до уровня Ba2, а S&P и Fitch присвоили оценки BB.

Страна	Moody's	Ключевая ставка	Ликвидность
Узбекистан	Ba2	14.00%	Средний
Казахстан	Baa1	16.25%	Высокий
США	Aa1	3.75–4.00%	Очень высокий
Германия	Aaa	2.65%	Высокий
Франция	Aa3	2.65%	Высокий
Швейцария	Aaa	0.00%	Высокий
Великобритания	Aa3	3.75%	Очень высокий

09M26 | Private and Confidential | For limited circulation only.

- **Данный материал подготовлен аналитиком Диёром Мирполатовым из ООО «KAPITAL – DEPOZIT» (KAP DEPO).**

- Все позиции и мнения, изложенные в отчёте, отражают **профессиональные взгляды группы аналитиков относительно анализируемых компаний и ценных бумаг.** При подготовке отчёта аналитики и связанные с ними лица могли взаимодействовать с трейдерами, брокерами и другими сотрудниками компании для сбора, анализа и интерпретации рыночной информации, а также для уточнения отдельных параметров, влияющих на формирование аналитических выводов.

- **Компания, её директора и сотрудники не несут ответственности за возможные убытки,** которые могут возникнуть в результате использования отчёта или его содержания, либо в связи с любыми действиями, предпринятыми на его основе. **Информация, представленная в документе, не является основанием для принятия инвестиционных решений** и не представляет собой оценку стоимости бизнеса, активов или ценных бумаг. **Она носит исключительно аналитический и информационный характер и предназначена для ознакомления широкой аудитории.**

- Вознаграждение аналитиков **не связано** напрямую или косвенно с конкретными рекомендациями и определяется исходя из деятельности компании и её рентабельности, включая выручку от других направлений бизнеса и предоставляемых услуг. Аналитики или аффилированные лица могут быть членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг и имеют право участвовать в публичных выпусках ценных бумаг компании, что соответствует международной практике инвестиционного банкинга.

- **Любые мнения и выводы, представленные в отчёте, актуальны только на дату его публикации и могут изменяться со временем**.

- Если дата отчёта устарела, взгляды и содержание могут не отражать текущую позицию аналитиков. Документ не является исчерпывающим изложением событий финансового или коммерческого характера и не может использоваться как полный источник информации. Следует учитывать, что рыночная конъюнктура и ожидания участников рынка подвержены изменениям, поэтому аналитические оценки и прогнозы могут корректироваться в зависимости от новых данных и обстоятельств.

- Таким образом, отчёт отражает коллективное профессиональное мнение аналитиков на момент подготовки, служит инструментом для общего понимания рыночной ситуации и не должен рассматриваться как прямое руководство к действию или инвестиционная рекомендация.

- **Информация предоставлена исключительно в ознакомительных целях и предполагает самостоятельную оценку рисков со стороны инвесторов и других заинтересованных лиц.**

KAPDEPO
INVESTMENT COMPANY

СВЯЖИТЕСЬ С НАМИ

KAPDEPO

г. Ташкент, ул. Аккурганская, 25

+998 71 286-20-31 | +998 98 337-35-58

www.kapdepo.com

info@kapdepo.com

ЛИЦЕНЗИИ ООО «KAPITAL-DEPOZIT»

Профессиональный участник рынка ценных бумаг

№1196 от 27.04.2015

на осуществление брокерской и депозитарной деятельности

№1197 от 27.04.2015

на осуществление деятельности инвестиционного консультанта

№1296 от 29.12.2017

на осуществление деятельности по доверительному управлению инвестиционными активами